

RÉGULATION ET RÉDUCTION DU RISQUE DE LIQUIDITÉ

OLIVIER DAVANNE

Associé, DPA Invest

Les autorités publiques – prêteurs en dernier ressort et superviseurs bancaires et non bancaires – peinent à définir une doctrine claire sur leur tolérance au risque de liquidité dans les institutions qu’elles contrôlent. Une des raisons-clés réside dans la difficulté conceptuelle à faire la part entre les « externalités négatives » (le rôle du risque de liquidité dans l’enchaînement des crises systémiques) et les « externalités positives » (les bénéfices supposés de la transformation d’une épargne courte en financements longs). Cet article essaie de clarifier ces aspects conceptuels et examine les conditions d’apparition de ces deux types d’externalités. Il défend l’idée selon laquelle les bénéficiaires en temps normal des investissements dans des actifs peu liquides – actionnaires de banque ou porteurs de parts de fonds – doivent aussi supporter, en toute transparence, le coût des crises. La principale conclusion opérationnelle porte sur les prêteurs en dernier ressort qui devront disposer à terme des outils juridiques permettant le transfert de propriété rapide d’institutions défaillantes, dans l’esprit du sort réservé à la banque Bear Stearns en mars 2008.

La crise financière actuelle a, comme celles qui l’ont précédée, certaines caractéristiques qui lui sont propres. Par exemple, les titrisations complexes ont joué un rôle tout à fait original dans son déclenchement et son déroulement. Mais, au-delà des différences, les crises financières reflètent toujours deux vulnérabilités fondamentales des marchés financiers, et ce sont ces vulnérabilités que les autorités devront chercher à réduire au cours des prochaines années pour accroître la robustesse du système.

En premier lieu, les marchés financiers rencontrent des difficultés récurrentes pour évaluer les risques et les transférer aux investisseurs les plus à même de les porter. Dans ce domaine, des progrès importants sont

possibles et nécessitent de s’interroger – pour ne citer que trois thèmes – sur la dépendance excessive des investisseurs relativement aux évaluations des agences de notation, sur les techniques dominantes d’allocation d’actifs (« *benchmarking* ») qui limitent souvent l’horizon d’analyse des gérants, ou sur la fiscalité qui joue généralement un rôle pervers en encourageant l’endettement au détriment des fonds propres.

En second lieu, une autre vulnérabilité des marchés, qui constitue l’objet de cette contribution, est l’exposition considérable du système financier au risque de liquidité. Il y a plusieurs définitions de cette notion de risque de liquidité mais, pour l’essentiel, on dira qu’une institution est en risque de liquidité si elle peut être mise en difficulté par une perte de confiance brutale et inattendue de ses prêteurs. Le risque de

liquidité d'une institution dépend ainsi à la fois :

- de la maturité de ses dettes : en cas de crise de confiance, à quelle vitesse les déposants ou prêteurs peuvent-ils contractuellement retirer leurs fonds ?
- de la nature des actifs détenus : sont-ils « liquides », c'est-à-dire mobilisables rapidement en cas de besoin sans décote importante ?

On voit d'ailleurs, ce qui ne facilite pas toujours les discussions, que le terme de « liquidité » couvre des réalités différentes selon qu'il s'applique aux marchés financiers ou aux institutions financières. On parle de « marchés liquides » quand il est possible de vendre rapidement un actif sans décote ; et « une institution liquide » sera celle qui n'investit que dans des marchés liquides ses ressources à court terme et finance par contre à long terme des investissements réalisés sur des marchés illiquides.

Le risque de liquidité est à l'évidence un facteur considérable de vulnérabilité du système financier et il a d'ailleurs joué un rôle central dans la crise actuelle. En présence de risques de liquidité, des cercles vicieux qualifiés de paniques autoréalisatrices peuvent apparaître. Un prêteur qui sait qu'une institution est en risque de liquidité a intérêt à être le premier à retirer ses fonds s'il craint un mouvement de panique, car la vente à la casse des actifs ou leur utilisation comme collatéral pour obtenir de nouveaux crédits ne permettront pas nécessairement à l'institution en risque de rembourser tous ses créanciers. Non seulement cette crise de confiance autoréalisatrice peut aboutir à la faillite de l'institution concernée, mais la baisse générale du prix des actifs peu liquides et l'aggravation de leur illiquidité fragilisent en retour les autres institutions financières. C'est ainsi le risque de liquidité qui transforme un accident initial dans la chaîne du crédit – une mauvaise évaluation du risque sur les prêts à certains pays émergents (crise asiatique 1997-1998) ou sur les prêts « *subprimes* » (2007-2008) – en crise systémique obligeant les autorités monétaires et financières à intervenir pour éviter l'enchaînement des faillites bancaires.

Le risque de liquidité présent dans nos systèmes financiers a trois origines qu'il est important de bien

distinguer pour analyser s'il est souhaitable et possible de rendre le système plus robuste.

D'abord, il y a le risque de liquidité lié à la gestion par le système bancaire des moyens de paiement. Les encaisses de transaction constituées sous forme de dépôts à vue peuvent partir très rapidement en cas de panique ou « *run* » bancaire, comme l'ont rappelé les files d'attente devant la banque Northern Rock en septembre 2007. En l'absence de panique, ces dépôts à vue représentent cependant une ressource stable que les banques peuvent prêter à moyen et long terme. Le risque de liquidité associé à cette transformation des dépôts à vue en prêts à l'économie est difficilement évitable, sauf à imaginer des réformes radicales dans l'organisation des systèmes de paiement et des systèmes bancaires. Mais, heureusement, ce risque de liquidité du « premier type » n'est pas le plus inquiétant ! En effet, la solution est bien connue et s'appelle l'assurance publique des dépôts de montants faibles et moyens. Les petits déposants ne retireront pas leurs dépôts à vue de leur banque habituelle s'ils bénéficient d'une garantie explicite et crédible des pouvoirs publics sur ces encaisses de transaction. Ainsi, une des leçons les plus évidentes de la crise actuelle a été la nécessité de renforcer les mécanismes d'assurance des dépôts petits et moyens, là où ils présentaient des imperfections comme au Royaume-Uni.

Ensuite, malheureusement, le risque de liquidité dans le secteur bancaire ne résulte pas principalement du rôle joué par les banques dans la gestion des moyens de paiement. La crainte des banques et de leurs créanciers est moins celle de voir fuir les petits dépôts à vue – merci à nouveau à l'assurance des dépôts ! – que de voir se fermer les autres sources de financement à court terme : lignes de crédit inter-bancaires, marché des prises en pension, émission de billets de trésorerie. Au total, les banques, et les véhicules hors-bilan qui en dépendent, font collectivement bien plus que transformer les moyens de paiement à vue en crédits à l'économie. Elles offrent aussi des instruments de trésorerie à court terme aux ménages et aux entreprises, directement ou indirectement *via* des OPCVM (Organisme de placement collectif en valeurs mobilières) monétaires,

et replacent ces financements à court terme dans des actifs à plus long terme à la liquidité assez variable. L'essentiel du risque de liquidité du système bancaire, pris globalement, résulte de cette activité de transformation des trésoreries, plus que de celui de transformation des moyens de paiement *stricto sensu*¹. D'une part, les montants en jeu sont plus élevés et, d'autre part, cette épargne de précaution des entreprises et des ménages ne bénéficie généralement pas (contrairement aux dépôts à vue de faible montant) d'une assurance totale de la part des pouvoirs publics ; et elle est donc soumise au risque de panique autoréalisatrice.

Enfin, au-delà de cette transformation des moyens de paiement et de l'épargne de précaution à court terme par le secteur bancaire, il existe une troisième source de risque de liquidité dans le système financier. Elle existe depuis longtemps, mais la crise actuelle est probablement la première pour laquelle cette troisième source de risque de liquidité ait joué un rôle aussi significatif. Il s'agit du risque qui peut résulter du travail de transformation de l'épargne effectué par les fonds d'investissement (Sicav : Sociétés d'investissement à capital variable, et FCP en France, *Mutual Funds* aux États-Unis...). Il y a risque de liquidité quand ces fonds autorisent des rachats de parts avec des préavis très courts alors même que les actifs dans lesquels ils investissent sont peu liquides. Dans ces conditions, les rachats importants de certains investisseurs peuvent entraîner des ventes forcées effectuées dans de mauvaises conditions et avoir un impact très négatif sur la valeur liquidative du fonds et la situation des autres investisseurs. Cela ouvre alors la possibilité d'un « *run* » sur un fonds d'investissement comme il peut y avoir un « *run* » sur une banque : en cas de panique, tous les porteurs de parts d'un fonds peu liquide ont intérêt à être les premiers à sortir. Par ailleurs, le risque de panique autoréalisatrice ne provient pas uniquement du comportement des porteurs de parts. Les autres détenteurs des actifs peu liquides détenus par un fonds ou une banque menacés par une crise de liquidité ont en effet une forte incitation à se désengager avant que le fonds ou la banque ne commencent à

vendre. Ces mécanismes de panique autoréalisatrice ont fortement contribué à aggraver la crise actuelle. À l'été 2007, la pression à la baisse sur la valeur des titres « *subprimes* » a été amplifiée par la fuite des investisseurs hors des fonds monétaires dynamiques trop exposés à ces titres. En janvier 2008, la forte baisse des cours boursiers des petites sociétés a, de la même façon, été entretenue par la méfiance des investisseurs face au risque de liquidité supporté par certains fonds d'investissement spécialisés sur les petites valeurs.

Le risque de liquidité, qu'il soit localisé dans des banques ou des institutions non bancaires, est la source principale du risque systémique. D'où une double question fondamentale pour la communauté des régulateurs : Faut-il essayer de le réduire ? Si oui, comment ? De façon étrange, jusqu'à la crise actuelle, ces questions n'ont pas été jugées fondamentales par les différents régulateurs. En ce qui concerne notamment les régulateurs bancaires, toute leur énergie a été consacrée au cours des dernières années à améliorer les règles visant à limiter les crises de solvabilité (introduction de la nouvelle réglementation Bâle II) et rien de significatif n'a été fait en matière de réglementations du risque de liquidité. Ces réglementations, qui se sont révélées totalement insuffisantes pour éviter la crise récente, restent déterminées au niveau national sans standards internationaux précis (voir le rapport récent du Comité de Bâle en charge de définir les standards internationaux – *Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS, 2008 – sur l'état actuel de la réglementation).

Une des difficultés que rencontrent traditionnellement les régulateurs est l'absence d'analyse parfaitement claire des externalités et autres « imperfections de marché » qui justifient un encadrement strict du risque de liquidité supporté par les banques ou les institutions non bancaires. En ce qui concerne la question de la solvabilité, de nombreux arguments d'économie publique justifient un contrôle strict de la situation des banques (coût potentiel pour les finances publiques d'une défaillance bancaire compte tenu de l'assurance des dépôts, protection des

créanciers dans une situation d'asymétrie d'information...). En revanche, la situation est plus complexe pour le risque de liquidité car, dans la plupart des analyses proposées, on voit s'opposer les « externalités négatives » et les « externalités positives » des opérations de transformation bancaire ou non bancaire. En effet, si, au cours des derniers mois, on insiste de plus en plus sur les « externalités négatives » liées au risque systémique, la réflexion sur ces questions reste également marquée par l'idée que les banques jouent en parallèle un rôle économiquement utile par ces opérations de transformation d'une épargne courte en financements longs et qu'il s'agit même d'une de leurs principales raisons d'être². Ainsi, la fourniture de liquidité par les banques aux agents économiques constituerait une forme d'externalité positive que la réglementation ne devrait pas trop entraver³. D'ailleurs, pour beaucoup d'économistes, la solution au risque systémique reste la présence de prêteurs en dernier ressort efficaces, les banques centrales, capables de venir au secours des institutions solvables mais menacées par une crise de liquidité. En parallèle à la réflexion qui s'amorce sur l'encadrement du risque de liquidité, on voit ainsi se développer des appels à réformer les procédures d'alimentation des marchés en liquidité dans les périodes de crise pour les rendre plus efficaces.

En préalable à la définition plus précise des règles à suivre en matière de gestion de la liquidité, il y a probablement la nécessité de mieux démêler ces externalités négatives et positives, et ainsi de mieux cerner les fondements des différentes formes d'interventions publiques (actions de prêteurs en dernier ressort et réglementation de la liquidité). Dans cette optique, deux observations paraissent nécessaires.

Premièrement, les institutions financières ne sont pas incontournables dans la transformation de l'épargne de précaution à court terme en financements longs. Elles ne sont incontournables dans l'état actuel des technologies que pour la gestion des moyens de paiement *stricto sensu*. Pour le reste, les marchés financiers font aussi de la transformation de maturité : quand un investisseur achète un titre long (actions ou obligations), les marchés secondaires lui offrent la

possibilité de revendre ses titres à d'autres investisseurs, avec un risque en capital très variable selon la nature du titre, sans que l'émetteur ne souffre directement de cette volonté de se désengager de certains investisseurs. Dans certaines discussions sur « la transformation comme métier des banques », on a cependant parfois l'impression que ces marchés secondaires de titres n'existent pas⁴ ! Pourtant ils jouent un rôle considérable et il est difficile de voir en quoi l'économie serait nettement moins efficace si les banques, au lieu de se financer à très court terme, émettaient des titres un peu plus longs utilisables par les investisseurs comme support de leur épargne de précaution grâce à la liquidité assurée par les marchés secondaires. En d'autres termes, quelles sont les raisons fondamentales qui justifient une intervention publique de nature à distordre cette saine compétition entre institutions financières et marchés secondaires de titres en matière de transformation de la maturité de l'épargne ? Il semble très important de clarifier ce point. Car, si l'on conclut à l'absence d'externalité positive de l'activité de transformation des institutions financières, les risques liés à cette activité n'ont aucune raison particulière d'être supportés en partie par la collectivité alors que les bénéficiaires reviennent aux actionnaires⁵. Autrement dit, le prêteur en dernier ressort, gardien de la stabilité financière, n'a plus guère de raisons de traiter différemment les crises de liquidité et les crises de solvabilité quand il est contraint d'intervenir en soutien d'une institution en difficulté. Dans les deux cas, le coût de la crise doit être supporté par les actionnaires. Nous reviendrons plus loin sur la portée de cette conclusion.

Deuxièmement, le risque de liquidité est d'autant plus dangereux du point de vue de la stabilité financière qu'il est présent chez un grand nombre d'intermédiaires. En effet, la crise de liquidité a tendance à se propager d'institution en institution, ce qui aboutit au risque systémique. Mais, une institution qui serait la seule à supporter un risque de liquidité significatif ne serait guère porteuse d'externalités négatives. La crise de liquidité qui la menace, si elle se déclenche, pourrait être facilement contenue à son seul niveau à un coût faible. Il est même possible que

le reste de la collectivité tire alors parti de la détresse de l'institution, au détriment des seuls actionnaires de cette dernière. On pourrait appeler cela l'effet « JPMorgan » par référence aux conditions de la reprise de la banque Bear Stearns : pour les institutions non touchées par l'effet domino de la crise de liquidité, celle-ci offre l'opportunité de racheter à bas prix les actifs de l'institution en crise. De ce point de vue, crises de liquidité et crises de solvabilité diffèrent assez sensiblement. Ces dernières ont nécessairement un impact négatif sur des parties tierces – que ce soient les contribuables *via* l'assurance des dépôts ou les créanciers privés – alors que la crise de liquidité localisée, *i.e.* en l'absence de risque systémique, n'affectera durablement que le management de l'institution et ses actionnaires (avec une intensité qui dépendra de la « générosité » éventuelle du prêteur en dernier ressort).

Ces deux observations suggèrent des réponses assez radicales aux interrogations qu'affronte aujourd'hui la communauté des régulateurs et des prêteurs en dernier ressort. À terme, quand la crise actuelle aura été totalement jugulée, la priorité sera de clarifier les responsabilités en matière de gestion du risque de liquidité et d'affirmer, collectivement et solennellement, que ce sont les « mandants » des institutions (actionnaires pour les banques, porteurs de parts pour les fonds d'investissement) qui subissent le coût des crises comme ils reçoivent en temps normal le bénéfice financier d'investissements dans des placements peu liquides. Cette clarification « conceptuelle » est absolument nécessaire, mais bien sûr insuffisante. La question centrale est celle des mécanismes juridiques et financiers précis qui permettent aux autorités publiques d'appliquer concrètement ce principe dans les périodes de crise, sans pour autant alimenter le risque systémique. En d'autres termes, ce qu'il va falloir concevoir, c'est un standard international détaillant comment le recours à des financements publics exceptionnels, quelles qu'en soient les raisons, s'accompagne nécessairement du changement de contrôle de l'institution dans des conditions à la fois très pénalisantes pour les actionnaires et réductrices du risque systémique (par nationalisation temporaire

ou cession du contrôle à une autre institution plus robuste). À charge pour les États d'amender leurs codes nationaux des faillites pour être en mesure d'appliquer ces principes et de traiter les spécificités des banques⁶. Dans ce domaine, l'épisode Bear Stearns, qui a vu la banque d'investissement américaine être sauvée en mars 2008 dans des conditions ressemblant fortement aux préconisations précédentes (vente à « prix cassé » de la banque à JPMorgan en l'échange de concours exceptionnels), constitue un précédent intéressant. Mais, il ne doit pas cacher le travail qui reste à faire. En effet, cet épisode n'indique pas que les autorités sauraient déjà de façon robuste traiter ce type de situation. Les instruments juridiques d'expropriation n'existent généralement pas et la solution Bear Stearns a été trouvée au cours de négociations de crise nocturnes dont le succès n'était pas assuré. Il est d'ailleurs probable que cette vente à prix cassé va donner lieu à un important contentieux juridique. Par ailleurs, l'affaire Bear Stearns peut produire des effets pervers : pour certains, loin d'ouvrir la voie à un nouveau mode de résolution des crises de liquidité à moyen terme, la perte d'indépendance de Bear Stearns, banque « illiquide mais solvable », confirmerait surtout la nécessité pour le prêteur en dernier ressort de disposer de plus de souplesse pour mener à bien ses opérations de refinancement exceptionnelles (large collatéral admissible et, dans le cas des États-Unis, accès des banques d'investissement au guichet de la Fed, la Réserve fédérale américaine). Il est pourtant difficile de s'apitoyer sur Bear Stearns...

La sortie de la crise systémique actuelle exige, certes, beaucoup de pragmatisme et les banques centrales ayant été ambiguës dans le passé sur le degré d'assistance que les banques pouvaient espérer en période de crise doivent, en quelque sorte, payer le prix de cette ambiguïté et honorer les engagements implicitement pris. Mais le rôle des banques centrales n'est pas d'animer à des conditions préférentielles le marché des prises en pension sur titres privés ! Ainsi, la reconstruction d'un système plus robuste exigera tôt ou tard une clarification sur la nature strictement limitée des refinancements accordés par les banques

centrales (prise en pension de titres publics uniquement, sauf circonstances totalement exceptionnelles), dans un cadre général où le transfert de propriété des institutions défaillantes limiterait le risque systémique.

Au sein de la communauté des régulateurs, la balle semble donc dans le camp des prêteurs en dernier ressort, même si ces derniers, tout occupés à éteindre l'incendie actuel, ne semblent pas pressés de s'en saisir et de clarifier l'évolution probable de leur mode d'intervention à moyen terme⁷. La mise en œuvre des orientations précédentes pourrait pourtant permettre, une fois la crise actuelle terminée, une réduction sensible du risque systémique (plus grande prudence des banques, surveillées par des actionnaires sensibilisés aux risques pris, et amélioration des procédures de gestion de crise). Comme discuté précédemment, cette réduction du risque systémique réduirait en retour considérablement la nécessité de renforcer les normes quantitatives strictes existant dans beaucoup de pays en matière de risque de liquidité. Répétons en effet que les externalités négatives, liées au risque de liquidité et au risque de solvabilité, ne sont pas de la même nature et les ratios de liquidité minimale fixés à un niveau arbitraire n'ont pas la même légitimité que les ratios de capital minimal. De nouvelles régulations prudentielles peuvent cependant avoir du sens si elles visent plus à améliorer la gestion interne du risque de liquidité par les banques qu'à le réduire par principe à un niveau fixé de façon arbitraire. En l'occurrence, ne serait-ce que pour protéger les actionnaires des dérivés éventuelles du management, il sera toujours utile d'améliorer les procédures internes de suivi, de contrôle et de *reporting* du risque de liquidité.

Depuis plusieurs années, le Comité de Bâle s'inscrit dans cette logique puisqu'il n'a pas cherché à définir un standard international portant sur les ratios quantitatifs de liquidité – qui existent pourtant dans la plupart des pays – mais privilégie la définition des « bonnes pratiques » bancaires et insiste sur le rôle des superviseurs pour vérifier le respect de ces dernières (voir BCBS, 2000). La question-clé est cependant de

savoir si cet exercice de recherche des bonnes pratiques, par exemple dans le domaine des « *stress tests* », est réellement possible dans un cadre marqué par une ambiguïté croissante sur le rôle du prêteur en dernier ressort et sa disponibilité à aider les institutions en difficulté. Il est possible d'en douter et l'Institute of International Finance (IIF), association internationale des institutions financières, soulignait d'ailleurs cette difficulté dans sa propre analyse des bonnes pratiques quelques mois avant le déclenchement de la crise : « *Central banks should consider providing greater and more uniform clarity on their role as lenders of last resort and, where they are not already doing so, participate more actively in firm- and system-wide contingency planning* » (executive summary, IIF, 2007). En dépit de cette difficulté conceptuelle majeure, le Comité de Bâle a annoncé son intention de tirer les conséquences de la crise actuelle et de revoir d'ici à l'été 2008, dans un document soumis à consultation, ses lignes directrices datant de 2000 en matière de gestion du risque de liquidité. Renverra-t-il alors, diplomatiquement mais fermement, la balle dans le camp des prêteurs en dernier ressort ?

Comment transposer ces éléments d'analyse de l'univers des superviseurs bancaires (Commission bancaire en France et Comité de Bâle au niveau international) à celui des superviseurs des fonds d'investissement (AMF : Autorité des marchés financiers en France ; OICV : Organisation internationale des commissions de valeurs au niveau international) ? Les questions qui se posent sont à la fois plus simples, par absence de prêteur en dernier ressort dédié à ces fonds d'investissement, et plus compliquées de par la nature même de leurs activités.

Sur un plan conceptuel, personne ne pense sérieusement qu'un fonds monétaire dynamique qui investit en titres structurés peu liquides effectuerait une opération de transformation porteuse d'externalités positives... Heureusement, les fonds d'investissement ne bénéficient donc pas du soutien d'un prêteur en dernier ressort et le risque de liquidité repose sur les porteurs de parts (beaucoup) et sur les sociétés de gestion de portefeuille (un peu). Il est important

qu'il en soit toujours ainsi et que n'apparaisse pas d'organisme de place ayant vocation à aider les fonds menacés par une crise de liquidité.

Mais, les questions de régulations prudentielles qui se posent à l'AMF et à ses homologues étrangers n'en sont pas moins, par certains aspects, beaucoup plus complexes que celles qui se posent aux superviseurs bancaires. En effet, la question de la relation entre les « mandants » supportant l'essentiel du risque de liquidité (actionnaires de banques, d'un côté, et porteurs de parts de fonds, de l'autre) et les gérants opérationnels (directions générales pour les banques ou société de gestion de portefeuille pour les fonds d'investissement) se pose dans des termes très différents. D'une part, on peut considérer que les porteurs de parts de la majorité des fonds d'investissement – souvent des investisseurs particuliers – sont moins avertis aux risques et moins diversifiés que les actionnaires des banques. Pour les fonds concernés, un plus haut degré de protection et donc une définition et un contrôle plus précis des pratiques autorisées apparaissent justifiés. D'autre part, si l'actionnaire d'une banque sort de son investissement par une vente en bourse, le porteur de parts d'un fonds « ouvert » effectue un rachat géré par la société de gestion. En d'autres termes, ce n'est pas le marché secondaire qui assure sa liquidité, mais la collectivité des porteurs de parts.

Et cette différence fondamentale pose un ensemble de questions difficiles concernant les pratiques acceptables :

- Quels préavis et quels frais éventuels pour des rachats effectués sur des fonds investis en titres peu liquides ?
- Quel mode de valorisation des parts quand les marchés sont structurellement peu liquides ou perdent ponctuellement leur liquidité ?
- Quelle information donner dans les périodes de crise pour préserver le principe fondamental d'égalité entre les porteurs de parts ?
- Quelle utilisation des « gates » (limitation *a priori* du montant total des rachats possibles sur une période donnée) ?

- Quelle mobilisation des fonds propres de la société de gestion ou de sa maison-mère pour éventuellement assurer la liquidité ?

- Quelle utilisation de la possibilité offerte par la réglementation de suspendre les rachats en cas d'impossibilité à assurer la liquidité du fonds ?

Un chantier difficile s'ouvre aujourd'hui pour les régulateurs et les associations professionnelles, avec comme objectif de s'assurer que les risques de liquidité présents dans certains fonds soient compris et acceptés par les porteurs de parts.

De façon générale, il apparaît que la crise actuelle a fait resurgir des questions tout à fait fondamentales sur l'organisation de la sphère financière et le rôle respectif des différents types d'institutions – banques, fonds d'investissement, marchés organisés, marchés de gré à gré, agences de notation – pour assurer une gestion efficace des flux d'épargne. Au-delà du travail technique des régulateurs, il y a probablement besoin d'un approfondissement du travail académique pour revisiter les différentes formes d'imperfections de marché (présence de biens publics, d'externalités positives ou négatives, d'asymétries d'information...) et réfléchir sans tabou aux modalités souhaitables des interventions publiques.

Notes

1. *Notons cependant qu'une partie du risque de liquidité associé aux financements interbancaires résulte indirectement du rôle de transformation des moyens de paiement, dans la mesure où des banques de détail bénéficiant d'une collecte importante y financent des banques moins bien dotées.*

2. *Ainsi, dans son examen très récent des questions posées par la gestion et la supervision des risques de liquidité, le Comité de Bâle affirme d'entrée que « The fundamental role of banks in facilitating the maturity transformation of short-term deposits into long-term loans makes banks inherently vulnerable to liquidity risk, the risk that demands for repayment outstrip the capacity to raise new liabilities or liquefy assets » (BCBS, 2008).*

3. *Par exemple, le Fonds monétaire international (FMI) dans son analyse récente des crises de liquidité (2008) souligne les coûts possibles d'une réglementation trop stricte du risque de*

liquidité : « The longer a bank must be able to survive on its own, the more liquid assets it needs to hold, and the less efficient the banking system will be in providing maturity transformation services to the economy. »

4. *Ce n'est d'ailleurs pas seulement une impression. Dans un article de référence sur le rôle des banques dans la transformation de l'épargne et l'utilité d'un prêteur en dernier ressort, Diamond et Dybvig (1983) s'appuient sur une modélisation mathématique de l'économie dans laquelle, de façon parfaitement explicite, il n'y a pas de marchés secondaires de titres. On peut s'interroger sur la pertinence de conclusions reposant sur de telles hypothèses.*

5. *Par ailleurs, réhabiliter le rôle central des marchés secondaires dans la transformation d'une épargne courte en un financement long conduit aussi à s'interroger, en matière d'intervention publique, sur la régulation des marchés secondaires de titres et leur influence sur la liquidité.*

6. *Pour des réflexions plus approfondies sur les caractéristiques souhaitables d'un code des faillites adapté au secteur bancaire, voir Davanne (2000).*

7. *Dans le rapport remis par le Forum de la stabilité financière (FSF) au G7 en avril 2008, il y a certes un appel bienvenu au renforcement des procédures légales permettant de traiter les banques fragiles, mais pas le moindre signe de rupture avec l'approche traditionnelle séparant le traitement des banques illiquides de celui des banques insolubles. Il est même accepté sans sourciller (page 48) que la « générosité » actuelle des banques centrales dans le refinancement des banques en difficulté puisse inciter ces dernières à moins bien gérer leur risque de liquidité, ce constat d'échec justifiant aux yeux du FSF un durcissement de la réglementation prudentielle dans ce domaine.*

Bibliographie

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), « Sound Practices for Managing Liquidity Risk in Banking Organisations », 2000.
www.bis.org/pub/bcbs69.htm

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), « Liquidity Risk : Management and Supervisory Challenges », 2008.
www.bis.org/pub/bcbs136.htm

DAVANNE, O. « Reforming the International Financial System : Where do we Stand ? », document de travail du Conseil d'analyse économique, 2000.
www.cae.gouv.fr/doc/DOCUMENT3.pdf

DIAMOND, D. ; DYBVIK, P., « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, 1983.

FONDS DE STABILITÉ FINANCIÈRE (FSF), « Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience », 2008.
www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI), « Market and Funding Illiquidity : When Private Risk Becomes Public », chapitre 3, GFSR avril, 2008.
www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/index.htm

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (IIF), « Principles of Liquidity Risk Management », 2007.
www.iif.com/regulatory/liq/